

EL INTERÉS SOCIAL Y LOS DEBERES DE LEALTAD DE LOS ADMINISTRADORES

Jesús ALFARO ÁGUILA-REAL*

Resumen

El interés social es el interés común a todos los accionistas en maximizar el valor de sus inversiones. Esta concepción del interés social es insustituible en un sistema económico en el que las sociedades son contratos voluntarios entre particulares para perseguir un fin común. Esta concepción del interés social es la única coherente con la maximización de la riqueza en una Sociedad organizada económicamente como una Economía de Mercado, donde los mercados en los que está presente una empresa son competitivos y en los que, en consecuencia, la «mano invisible» de los precios orienta la actuación de las empresas y garantiza la correcta asignación de los recursos y la inexistencia de explotación. La protección de los intereses de los terceros afectados por la actividad de las empresas y de la Sociedad en general no corresponde al Derecho de Sociedades, sino a otras ramas del Derecho, a la regulación económica en general y a los contratos que esos terceros celebran con las compañías. La función del interés social dentro del Derecho de Sociedades es la de controlar las decisiones mayoritarias discrecionales para evitar que la mayoría obtenga ventajas particulares a costa del conjunto de los accionistas. Su función es idéntica a la del deber de lealtad de los administradores sociales respecto de la sociedad. Cumple, pues, una función de integración del contrato social, contrato en el que la adopción de decisiones discrecionales está asignada a los órganos sociales. Su función no es sólo la de límite a los poderes discrecionales en una relación contractual, sino también la de hacer compatible con los principios básicos del Derecho Privado y de la autonomía privada la atribución de poderes discrecionales a un particular en su relación con otro particular.

Palabras clave

Interés social, órganos sociales, deberes de lealtad.

Abstract

The company interest is the common interest of all shareholders to maximize the value of their investments. This conception of social interest is irreplaceable in an economic system in which companies are voluntary contracts between individuals to pursue a common goal. This understand-

* Facultad de Derecho, Universidad Autónoma de Madrid. Correo: jesus.alfaro@uam.es

ding of the company interest is the only one consistent with the maximization of wealth in a Society organized economically as a market economy, where markets in which a company operates are competitive and in which, consequently, the «invisible hand» orients companies and ensures proper allocation of resources and the lack of exploitation. The protection of the interests of third parties affected by the activity of enterprises and Society in general does not correspond to Company Law, but to other branches of law, economic regulation in general and the contracts that these third parties have entered into with companies. The role of company interest in Company Law and, more broadly, fiduciary duties, is to control discretionary majority decisions to avoid any gains obtained by company insiders (i.e., directors and controlling shareholders) at the expense of all shareholders. Its function is identical to that of the duty of loyalty of company directors. Therefore it fulfills a filling – gaps function of the company contract, contract in which the adoption of discretionary decisions are assigned to the corporate bodies. Its function is not only to limit the discretionary powers in a contractual relationship, but also to make compatible with the basic principles of private law and private autonomy that allow individuals to assign discretionary powers to an individual in relationship with another individual.

Key words

Corporate interest, shareholders, directors, fiduciary duties.

SUMARIO: I. Introducción. 1. Función social de las empresas e interés social. 2. El objetivo de la sociedad debe ser el que hayan fijado los contratantes en el contrato social. 3. Los mercados de productos o servicios donde vende su producción la empresa. 4. Los mercados de los factores de la producción 5. Los acreedores extracontractuales. 6. Los acreedores financieros a largo plazo II. El interés social como guía de actuación de los órganos sociales. 1. La imposición de deberes de lealtad al interés social como limitación y habilitación de los poderes discrecionales 2. Los deberes de lealtad (actuación conforme con el interés social) como «freno» incrustado en la atribución de poderes para actuar «en lugar de» otros III. Conclusión. IV. Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

1.1 FUNCIÓN SOCIAL DE LAS EMPRESAS E INTERÉS SOCIAL

LA cuestión de la función social de las empresas (1) debe mantenerse separada de la que abordamos a continuación, esto es, la del significado de la expresión «interés social» que aparece en las normas legales que regulan las sociedades. La

(1) Que hemos abordado ampliamente en nuestro trabajo ALFARO, J., «El interés social: una historia natural de la empresa», *Revista de Economía Industrial*, N.º 398, 2016, pp. 41-54; disponible en [http://www.minetur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaE-](http://www.minetur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/398/JESUS%20ALFARO.pdf)

función social de las empresas en una economía de mercado es la de producir bienes o servicios al menor coste posible. Por su parte, en nuestro Derecho de Sociedades, *el interés social es una directiva de actuación de los órganos sociales*. Al interés social se refiere, básicamente, el art. 204 LSC cuando afirma que son impugnables –que se pueden anular– los acuerdos sociales que sean contrarios al interés social y el art. 227.1 LSC cuando impone a los administradores sociales la obligación de actuar «en el mejor interés de la sociedad» (2).

Por tanto, el Derecho de Sociedades no utiliza el «interés social» para referirse al interés de la empresa, sino sólo para referirse al interés de los que forman parte de la sociedad. La celebración del contrato de sociedad entre varias personas genera un efecto organizativo: la creación de una persona jurídica que actúa de nexo para la contratación entre todos los que participan en la empresa y contribuyen así a la producción de los bienes o servicios que constituyan la actividad de la empresa.

Los problemas de la función social de las empresas y de la distribución o reparto de lo recibido del mercado entre los que contribuyen a la producción empresarial deben, pues, separarse del problema que abordamos aquí: *¿qué significa que los administradores y los socios deben orientar las decisiones que toman en el seno de la persona jurídica-efecto del contrato de sociedad al interés social?*

Así, pues, a partir de ahora, dejaremos de referirnos a la empresa para concentrarnos en la sociedad o compañía ya que es en el seno de este contrato en el que las referencias legales al interés social tienen –valga la redundancia– interés intelectual y práctico.

1.2 EL OBJETIVO DE LA SOCIEDAD DEBE SER EL QUE HAYAN FIJADO LOS CONTRATANTES EN EL CONTRATO SOCIAL

Parece un planteamiento obvio que, considerada *como contrato*, *el objetivo de la sociedad debe ser el que las partes hayan establecido en el mismo* y, presuntivamente, es decir, salvo que los socios digan otra cosa en los estatutos, maximizar la rentabilidad de las inversiones realizadas por los socios (arts. 1665 CC y 116 ss. y 133 C de c, en particular) o, lo que es lo mismo, maximizar el valor de la empresa a largo plazo (3). Esto es una obviedad si se tiene en cuenta que lo que los socios «prestan» es su aportación (como el trabajador su fuerza de trabajo o el comprador el precio de la cosa). De esa forma los socios contribuyen al *fin común* que causaliza –caracteriza– el contrato de sociedad. En consecuencia, y dadas las preferencias genéticas de los seres humanos, las partes del contrato de sociedad preferirán, salvo que nos digan otra cosa, recibir más a recibir menos a cambio de su aporta-

(2) Además, se refiere al interés social el art. 190 LSC en materia de voto en conflicto de interés por los socios; el art. 196 LSC respecto a la posibilidad o la obligación de los administradores de no facilitar una información sobre la empresa solicitada por un socio; el art. 379 LSC respecto de la actuación de los liquidadores y el art. 373 LSC en el que la referencia al interés social es diferente porque «interés social» debe entenderse en ese precepto como referido al interés nacional.

(3) BANDURA, A. CAPRARA, G. V. y ZSOLNAI, L., «Corporate Transgressions through Moral Disengagement», *Journal of Human Values*, Vol. 6, N.º 1, 2000, pp. 57-64; disponible <http://www.uky.edu/~eushe2/Bandura/Bandura2000JHV.pdf>: «The essence of business is pursuit of legitimate interests of the parties involved in transactions circumscribed by rules that protect both the parties and their relationship to the interests of the public, society, state and regulatory agencies».

ción. De ahí que no haya más «interés social» que el interés –común– de los socios. Es significativo que el art. 133 C de c., referido a las sociedades de personas, se refiera al «interés común» de los socios.

Desde otra perspectiva se alcanza la misma conclusión: si la sociedad es una agrupación de personas que persiguen un fin común (art. 1665 CC), el *fin común lo es sólo de los miembros del grupo, esto es, de los socios*. La jurisprudencia del Tribunal Supremo ha acogido siempre la concepción contractual del interés social (4). Ni los acreedores, ni los clientes, ni trabajadores, ni los administradores ni los terceros comparten el fin común con los socios aunque contribuyan a la producción de los bienes y servicios que la empresa intercambiará en los mercados. En este sentido, indicar a los administradores que han de proteger «armónicamente» los intereses de todos los grupos interesados en la empresa no proporciona ningún criterio para ponderar tales intereses y atribuir, por tanto, un mayor o menor peso a cada uno de ellos, por lo que los administradores quedan sin directivas de conducta claras. Al final el administrador puede justificar cualquier medida sobre la base de que responde a la necesidad de proteger los intereses de algún grupo de interesados determinado.

En todo caso, es inaceptable la doctrina del interés de la «empresa en sí», esto es, la afirmación de que la propia organización tiene un interés propio en «sobrevivir» (5). La razón es obvia: las empresas son «artefactos» al servicio de los intereses de los individuos que las crean. Es ridículo afirmar que una máquina tiene un interés en que no la desconectemos cuando nos ha dejado de ser útil (6).

Por último, las distintas formas de organizar jurídicamente la empresa «compiten» entre sí, de manera que cabe esperar que los particulares elijan constituir una sociedad anónima o una mutua o una cooperativa o una fundación en función de cuál sea más eficiente para reducir los costes de agencia entre todos los interesados o *stakeholders*. Si el titular de la empresa no es una sociedad anónima o limitada, el interés social no será el de los accionistas o partícipes, sino el de los socios del tipo societario elegido. Así, si el interés común que los órganos sociales han de perseguir –el definido por el contrato social que da lugar a la persona jurídica, al empresario– es el interés de los clientes de la empresa, tendremos una mutua. Por ejemplo, una empresa de seguros con forma de mutua ha de minimizar el coste de asegurarse para cada uno de sus clientes-socios; una empresa de transporte con forma de sociedad cooperativa ha de maximizar los ingresos de cada uno de los

(4) V., el Voto particular (Ramón Trillo) al Auto de la Sala 3.^a del Tribunal Supremo de 17-IV-2006 que recoge la doctrina de la Sala 1.^a al respecto.

(5) Una posición tan extravagante había sido mantenida entre nosotros por ARROYO, I., «Reflexiones en torno al interés social» *Revista de derecho mercantil*, N.º 240, 2001, pp. 421-440. La persona jurídica no es un valor en sí mismo, sino un expediente auxiliar del tráfico de carácter jurídico técnico, al servicio de los socios que la constituyen, STEINBECK, A., *Vereinsautonomie und Dritteinfluß: Dargestellt an den Verbänden des Sports Gebundene Ausgabe*, Berlín, De Gruyter, 1999, p. 48, citando a ZÖLLNER.

(6) Una buena muestra de que es una mala teoría, es la doctrina desarrollada por el Tribunal Supremo alemán, según la cual los socios responden de las deudas sociales cuando hubieran tomado decisiones que «aniquilan» la compañía, es decir, que ponen en peligro su continuidad: Sentencia BGH 25 de febrero de 2002 <http://openjur.de/u/61398.html> En realidad, con dicha doctrina se trata de proteger a los acreedores sociales frente a maniobras desleales de los socios. No se trata de garantizar que las sociedades sobrevivan. La libertad de desinvertir exige que los socios puedan poner término a la sociedad por su sola voluntad, aunque dicha terminación tenga efectos sobre terceros.

transportistas-cooperativistas; una empresa de rodamientos con forma de cooperativa de trabajo asociado tiene como interés social el de maximizar los ingresos –y el bienestar– de los trabajadores-socios.

La competencia en el mercado de productos y servicios en el que la empresa intercambia sus productos por ingresos y la competencia en el mercado de factores de la producción determinará si las distintas formas organizativas consiguen mejores o peores resultados que sus competidores que adoptan una forma distinta. Que la sociedad anónima o limitada puede usarse para cualquier tipo de fin es algo que sabemos desde hace mucho. Nada impide que una sociedad anónima establezca en sus estatutos que la finalidad de su constitución es la promoción del uso de la energía solar. Y nada impide que los socios de una sociedad anónima decidan que el «interés común» es maximizar los rendimientos financieros de la inversión de los socios en un plazo determinado. Así ocurre cuando un *private equity* o un *hedge fund* se hace con el control de una empresa (7). Lo que se mide a partir de entonces es la rentabilidad financiera de la compañía en el plazo de tiempo correspondiente al período de maduración de la inversión del *private equity*, aunque conduzca a adoptar decisiones que, si el horizonte temporal de las inversiones de los socios fuera más largo, se descartarían por contrarias al interés social presunto de los socios de una sociedad anónima con un horizonte temporal indefinido.

La discusión más reciente se ha centrado en grupos de casos concretos en los que la voluntad de los socios, sean éstos los accionistas de una sociedad cotizada que venden sus acciones a un oferente que realiza una OPA sobre los títulos de la sociedad o sea el socio un *hedge fund* o un fondo de *private equity*, actúan en su propio interés y, al hacerlo, incumplen explícita o implícitamente, los contratos de la sociedad –de la persona jurídica– con otros grupos que contribuyen a la producción de la empresa, sean estos los trabajadores (en el caso de la OPA seguida de una reducción de plantilla, por ejemplo) o los acreedores (los que han contribuido con financiación en el caso de la toma de control de la sociedad titular de la empresa por un *hedge fund* que adopta decisiones que aumentan sobremanera el endeudamiento de la compañía y, con ello, el nivel de riesgo soportado por esos acreedores) (8).

Pero ninguno de estos supuestos obliga a reformar la doctrina aplicable al interés social: la lesión de los intereses de trabajadores o acreedores debe resolverse de acuerdo con lo que digan los contratos celebrados con éstos por la persona jurídica y aplicando las reglas generales del Derecho Civil y Mercantil sobre cumplimiento de los contratos y asegurando la competencia en los mercados de los factores de la producción correspondientes.

Se sigue de lo que se acaba de exponer que la pregunta acerca de cómo pueden protegerse *los intereses de trabajadores, proveedores, clientes y del público en general* no tiene que ver con el contrato de sociedad ni con la persona jurídica cuya erección es la consecuencia organizativa de la celebración de dicho contrato. Por tanto, tampoco tiene que ver con el Derecho de Sociedades y con el «gobierno cor-

(7) POPADAK, J., «A Corporate Culture Channel: How Increased Shareholder Governance Reduces Firm Value» (October 25, 2013). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2345384>

(8) V., ALFARO, J., «Interés social, interés del socio e interés de los acreedores», en *almacenderecho.org*, junio 2015, disponible en <http://almacenderecho.org/interes-social-interes-del-socio-e-interes-de-los-acreedores/>

porativo», es decir, con las normas que regulan el contrato de sociedad pero que no regulan la empresa.

La protección de los intereses de los terceros no es la tarea del Derecho de sociedades, sino i. de los mercados de productos o servicios donde vende su producción la empresa; ii. de los mercados donde se intercambian las aportaciones de todos ellos (los mercados de los factores de la producción); iii. de los contratos de esos interesados con la compañía que articulan los intercambios en los mercados de los factores de la producción y iv. del Derecho que recoge las normas aplicables a esos contratos: el Derecho Laboral, el Derecho Civil o el Derecho Concursal, el Derecho Penal o el Derecho Administrativo medioambiental en el último caso. A menudo, se olvida que estos mercados son competitivos y que, aunque no hacen innecesarios los comportamientos morales ni las reglas jurídicas, imponen constricciones a los gestores de las empresas en la persecución de la maximización de las inversiones de los socios (9). Veámoslo más detalladamente.

1.3 LOS MERCADOS DE PRODUCTOS O SERVICIOS DONDE VENDE SU PRODUCCIÓN LA EMPRESA

¿Cómo protegen esos mercados a los *stakeholders* distintos de los accionistas de la compañía que vende su producción en los mercados? Es evidente que si esos mercados son competitivos, los clientes de la empresa no podrán ser explotados por ésta. Si la empresa trata de cobrar un precio excesivo u ofrece productos de mala calidad, los clientes la abandonarán y se dirigirán a empresas competidoras. En el largo plazo, la empresa será expulsada del mercado. Por tanto, no necesitamos distorsionar el Derecho de Sociedades para proteger a los clientes de la empresa: su protección corresponde a la competencia en este mercado y a los contratos que, para articular el intercambio, celebre la compañía con sus clientes y, eventualmente, el Derecho de la compraventa o las normas de protección de los consumidores.

1.4 LOS MERCADOS DE LOS FACTORES DE LA PRODUCCIÓN

Los factores de la producción son las materias primas, el trabajo y el capital. Pues bien, en las Economías modernas, existen mercados competitivos en el aprovisionamiento de los insumos que las empresas necesitan para producir. Así, hay mercados competitivos de materias primas, de piezas, de capital «humano» y de todo lo que puede ser capital físico (tierra, medios financieros, construcción...). Si la empresa se enfrenta a mercados competitivos por la provisión de los factores de producción, no podrá explotar a los que le suministran los insumos del mismo modo que no puede explotar a sus clientes cuando les vende lo que produce. De nuevo también, la protección que brindan a proveedores, trabajadores, financiado-

(9) En este sentido, VON DER CRONE, H. C, «Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft», *Zeitschrift für schweizerisches Recht*, N.º 119, pp. 239-75, quien recuerda que, desde el punto de vista del principio de igualdad, no está justificado un trato diferente a unos tipos societarios respecto de otros y, por tanto, imponer obligaciones «sociales» a la sociedad anónima.

res... estos mercados habrá de completarse, en su caso, con los contratos celebrados por la compañía con los titulares de esos factores de la producción y con el Derecho aplicable a tales contratos. Como hemos explicado en otro lugar, estos mercados, singularmente el mercado de trabajo, no son tan competitivos como los mercados de bienes y servicios lo que deja un mayor espacio para la explotación recíproca de trabajadores y accionistas, lo que, a su vez, explica lo detallado de los contratos correspondientes (los convenios colectivos), la intensa intervención legislativa en los mismos (el Derecho del Trabajo) y la frecuente utilización de formas societarias en las que los trabajadores ocupan el lugar de los accionistas a las que nos hemos referido más arriba.

1.5 LOS ACREEDORES EXTRA CONTRACTUALES

La discusión se ha extendido sobremanera en relación con los acreedores extracontractuales. Dado que éstos no tienen contratos con la compañía (piénsese en el individuo que es atropellado y herido por un vehículo de la empresa que transporta la mercancía de ésta) y dada la responsabilidad limitada de los socios por las deudas de la sociedad, se afirma que hay que buscar una protección añadida para estos acreedores y distinta de la que reciben los acreedores en general. Como nos hemos ocupado en otro lugar de este problema (10), baste con señalar que la aplicación del Derecho de la responsabilidad extracontractual es suficiente para resolver los problemas particulares que plantea la inexistencia de contrato entre la compañía y estos acreedores y recordar que el problema no se resuelve, en todo caso, mediante la distorsión de las reglas de gobierno de las sociedades sino mediante la formulación de doctrinas que limitan la aplicación de la separación –e incomunicación– patrimonial entre la sociedad y los socios o los administradores (la responsabilidad limitada).

1.6 LOS ACREEDORES FINANCIEROS A LARGO PLAZO

Podría argumentarse que la concepción aquí sostenida es contraria a la configuración legal del Derecho de sociedades en toda Europa, ya que todo Derecho de sociedades –y el español no es distinto en este punto– contiene numerosas normas que tratan de proteger a los acreedores sociales. En particular, todas las reglas sobre íntegra formación y conservación del capital, así como algunas normas de responsabilidad de los administradores (arts. 236 y 367 LSC), se justifican como normas de *protección de los acreedores*.

Algunos autores han señalado que puede haber razones históricas que expliquen por qué durante el siglo XIX el Derecho de Sociedades se ocupó de la protección de los acreedores, en particular, no tanto de los acreedores extracontractuales como de los voluntarios o contractuales (Gilson). El problema de los daños masivos no existía, por lo que los acreedores extracontractuales no eran un problema

(10) ALFARO, J., «Responsabilidad limitada de los accionistas: Status Quaestionis», en *Derecho de Sociedades y Gobierno Corporativo*, Flor María de Córdova, Lima, 2008. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1543967> en particular pp. 9-11.

significativo. En el siglo XIX, las obligaciones de *contabilidad* y las técnicas para acceder a información sobre la solvencia de las empresas no estaban desarrolladas (11). Y, en este entorno, se liberaliza la constitución de sociedades y los accionistas *responden limitadamente por las deudas sociales*. No es de extrañar que se incluyan en las leyes de sociedades reglas de protección de los acreedores, sobre todo, ante los numerosos casos de fraude de los que nos da cuenta la Historia.

La discusión sobre la intervención de los acreedores en el gobierno de las compañías se ha planteado, en los últimos tiempos y en particular, en relación con los acreedores a largo plazo, esto es, *los acreedores financieros que adquieren los títulos de deuda* (obligaciones, bonos...). Si los administradores sociales son neutrales al riesgo, pueden estar incentivados para adoptar decisiones excesivamente arriesgadas desde el punto de vista del bienestar de la Sociedad si pueden hacer recaer sobre los acreedores sociales las consecuencias negativas de tales decisiones. En términos económicos, se produce una externalidad en cuanto que las consecuencias de las decisiones societarias no recaen, íntegramente, sobre los que las toman. Pero no parece que esta externalidad no pueda «contratarse». Es decir, cabe esperar que *los acreedores financieros se protejan frente a este riesgo a través de sus contratos con las compañías a la que prestan dinero (covenants)*. O, en otros términos, que los contratos entre los acreedores financieros y las compañías sean lo suficientemente «completos» como para garantizar que los accionistas y sus agentes no podrán expropiar o explotar a los primeros.

Lo que se discute en los últimos tiempos (12) es si las transformaciones en los mercados financieros obligan a modificar esta conclusión y utilizar las normas de Derecho de Sociedades para, o bien dar entrada a estos acreedores en los órganos sociales, o bien extender los deberes fiduciarios de los administradores más allá de los accionistas para incluir también a estos acreedores o, dicho de otro modo, para incluir en el «interés social» los intereses de los acreedores societarios.

(11) Como recuerda ENRIQUES, L., «Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza», en *Giurisprudenza Commerciale*, Vol. 32, N.º 5, 2005, pp. 607-629, la información contable estaba ligada, en el pasado, al capital social. Se fundaba en el principio de prudencia que, al utilizar valores históricos para los activos sociales, promovía la formación de reservas tácitas que no eran repartibles. La función de la contabilidad hoy es, primordialmente, proteger a los accionistas e inversores en general reforzando el control sobre los que gestionan las compañías y permitiéndoles determinar cuánto valor se ha creado en el ejercicio o cuánto se ha destruido. La contabilidad no trata, primariamente, de restringir los beneficios repartibles.

(12) Para lo que sigue, v., SCHWARCZ, S., *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World*, *William and Mary Law Review*, N.º 58, 2016. Disponible en http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3582/; SCHWARCZ, S., «Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty» (February 12, 2016), disponible en <http://ssrn.com/abstract=2644375>; ÇELİK, S., DEMIRTAŞ G. e ISAKSSON, M. «Corporate Bonds, Bondholders and Corporate Governance», OECD Corporate Governance Working Papers, N.º 16; disponible en http://www.oecd-ilibrary.org/governance/corporate-bonds-bondholders-and-corporate-governance_5js69lj4hvnw-en y para la comprobación de que los acreedores se protegen a través de cláusulas en sus contratos de deuda, v., Cuando la compañía deudora infringe alguno de los pactos contenidos en los contratos con sus acreedores, la reacción de éstos es, típicamente, renegociar los términos del préstamo y, normalmente incrementar su control sobre el gobierno de la compañía mediante modificaciones del contrato de préstamo. Por ejemplo, reduciendo la liquidez de la que puede disponer la empresa; limitando el tipo de gastos que puede hacer la compañía; obligando a ésta a destinar el producto de la venta de activos a repagar el principal... En el extremo, obligando a la empresa a cambiar a sus gestores. V. NINI, G., SUFI, A y SMITH, David C., «Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value», *Review of Financial Studies*, Vol. 26, N.º 6, pp. 1713-1761; disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1344302>: «creditors play an active role in the governance of corporations well outside of payment default states».

Las evoluciones más relevantes a estos efectos son dos. Por un lado, los acreedores *no adquieren necesariamente esos títulos de deuda para conservarlos hasta su vencimiento*, sino que los bonos y las obligaciones se negocian y los adquirentes de los bonos no son los que los suscribieron, sino inversores que los adquieren y enajenan en el mercado secundario a «precios de mercado», o sea, a precios determinados por la oferta y la demanda que se fijan teniendo en cuenta la evolución de la solvencia de la compañía emisora. Por otro lado, i. los incentivos fiscales (los intereses pagados a los titulares de bonos u obligaciones son deducibles como un gasto en el impuesto de sociedades); ii. los menores costes de transacción de las emisiones de deuda en comparación con las de capital (13); iii. el carácter rescatable (el emisor puede pagar anticipadamente los bonos lo que le permite refinanciarse en mejores condiciones si los tipos de interés bajan) de los bonos y iv. los bajos tipos de interés, han inducido a las compañías manufactureras a endeudarse, o, en otros términos, a modificar su estructura financiera (14) y han puesto en duda que los contratos que regulan estas emisiones de deuda garanticen suficientemente la protección de los acreedores.

La negociación en mercados secundarios de la deuda emitida por las empresas puede haber aumentado el riesgo que estos acreedores financieros están dispuestos a soportar, en la medida en que, ante un empeoramiento de la situación financiera de su deudor, pueden confiar en que podrán desprenderse de tales créditos en el mercado secundario antes de que se materialice la quiebra de la compañía. De manera que, es posible, que los acuerdos entre los suscriptores de esos títulos de deuda y las compañías que los emiten no contengan una regulación eficiente que proteja a los acreedores y, por supuesto, que elimine la externalidad en el caso de las empresas cuya quiebra tiene efectos sistémicos (15) reduciendo la discrecionalidad de los administradores de la sociedad deudora para tomar decisiones que aumentan el riesgo de quiebra y benefician así a los accionistas (si las cosas salen

(13) V., SCHWARCZ, S., *Rethinking*, texto sobre notas 65 a 70: «in an average year only nine percent of bonds it rated investment grade were upgraded, in contrast to just over forty percent of such bonds being downgraded».

(14) «increase in the use of corporate bond markets since 2000 is primarily attributable to an increased use by non-financial companies», ÇELİK, S., DEMİRTAŞ G and ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 7, quienes señalan que este fenómeno no significa necesariamente que las empresas no financieras se estén sobreendeudando y que, más bien, han sustituido deuda bancaria por bonos («a significant part of the refinancing was attributable to retiring bank loans and other debts, rather than outstanding corporate bonds»), por las razones descritas en el texto y porque, además, el plazo de vencimiento de los bonos suele ser más largo que el de los préstamos bancarios. En media, de unos ocho años que, en el caso de los EE. UU., llega a 13. Si esta evolución ha conducido, también, a un aumento de la proporción de deuda en relación con el capital social en las grandes compañías, parece razonable dado que «since the wedge between the cost of equity capital and debt has widened sharply over the last 14 years, the incentive to issue debt and retire equity has significantly increased» p. 22, citando a ROULET.

(15) LI, Xi, TUNA, A. I y VASVARI, F P., «Corporate Governance and Restrictions in Debt Contracts» (January 19, 2012). Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1988272>; ÇELİK, S., DEMİRTAŞ G e ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p 8: «bondholders over time have come to accept less stringent covenants in a number of key areas, including dividend restrictions... bond investors in their search for yield in a low interest environment have traded governance rights and protections for higher expected returns. This shift also seems to be associated with increased risk taking, since the credit quality and default rate of US non-investment grade bonds have remained relatively stable».

bien, los beneficios de la compañía aumentan) a costa de los acreedores (se incrementa el riesgo de quiebra).

Por tanto, el carácter incompleto de los contratos de deuda permitiría a las compañías explotar a los acreedores (16).

Ante las evoluciones descritas, los distintos derechos, en lo que al tema objeto de estas páginas se refiere, reaccionan de dos formas. Por un lado, *cuando la compañía deudora se encuentra próxima a la insolvencia*, se afirma que los administradores han de hacer prevalecer los intereses de los acreedores, de modo que el contenido del interés social se vería modificado (17). Tal modificación de los destinatarios de los deberes de los administradores se justifica fácilmente: si la compañía se encuentra en desbalance (sus deudas superan el valor de sus activos), la compañía es, en realidad, «de los» acreedores porque, si se liquidara, no quedaría ningún residuo que pagar a los accionistas ya que su cuota de liquidación solo puede pagarse tras haber pagado todos sus créditos a los acreedores sociales.

Pero estas regulaciones forman parte sólo marginalmente del Derecho de Sociedades y se encuentran más bien, en el Derecho Concursal. Así, en nuestro Derecho, los administradores responden personalmente de las deudas contraídas por la sociedad cuando ésta se encontraba en causa de disolución y no se ha procedido a adoptar el acuerdo social de disolución (art. 367 LSC) pero la protección de los acreedores se confía, en buena medida, a las normas sobre obligación de declarar el concurso, a las normas sobre concurso culpable y a las acciones rescisorias de la Ley Concursal (arts. 5 y 71 ss. y 163 ss. LC). Las primeras «transforman» el gobierno corporativo al sustituirse a los administradores por los administradores concursales que, lógicamente, tienen deberes fiduciarios frente al conjunto de los acreedores. Las segundas, en cuanto *sancionan* las conductas expropiatorias por parte de administradores y socios de control frente a los acreedores y *permiten anular* las transacciones concretas realizadas por la sociedad en el período previo a la declaración de insolvencia tienen un efecto disuasorio muy poderoso para reducir el volumen de este tipo de transacciones expropiatoria. Cabría preguntarse si, como ha propuesto algún autor, debería considerarse responsables a los administradores sociales –en el marco de la llamada acción individual de responsabilidad– por las decisiones adoptadas por estos administradores en el ejercicio de su cargo que provoquen una bajada en el *rating* o calificación de la solvencia de la compañía ya que las evoluciones de los mercados de deuda corporativa que hemos expuesto más arriba indican que los acreedores se guían por dichas calificaciones cuando toman la decisión de suscribir los títulos de deuda. Naturalmente, y como afirma Schwarzc, los administradores sólo serían responsables frente a los acreedores en el caso de que las decisiones correspondientes no puedan considerarse cubiertas por la *business judgment rule* (art. 226 LSC) (18).

(16) Y, además, en el caso de las empresas financiera llamadas «sistémicas», perjudicar al bienestar de la Sociedad en su conjunto. Este segundo problema no lo abordaremos aquí. Nos remitimos a los dos trabajos de SCHWARCZ citados *supra*.

(17) RECAMÁN, E., «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, N.º 17, 2012, págs. 311-330.

(18) V., SCHWARCZ, S., «Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World», texto sobre notas 95 y ss. En general, sobre la *business judgment rule* y la acción individual de responsabilidad, ALFARO, J., «Comentario al art. 226» en JUSTE, J. (dir.), *Comen-*

Tampoco en este caso necesitamos distorsionar el Derecho de Sociedades. La responsabilidad del administrador en estos supuestos no es más que un caso del art. 1902 CC: su actuación personal negligente o dolosa ha causado un daño. Normalmente, sin embargo, el administrador no habrá infringido ningún deber que tuviera *frente a los acreedores* salvo en casos en los que, fuera del ámbito de aplicación de la *business judgment rule*, hubiera adoptado decisiones como gestor de la compañía que no podía ignorar que provocarían una reducción del *rating* de la compañía sin que tal decisión pudiera justificarse como tomada por un gestor diligente. Es decir, decisiones disparatadas o dolosamente dirigidas a expropiar a los acreedores.

La posibilidad de *hacer participar a los acreedores en el gobierno de la compañía* ha sido menos ensayada (19). Por un lado, hay determinados acreedores sociales –los trabajadores– que, en algunos Derechos, participan en un órgano social (el Consejo de Vigilancia en el caso alemán) (20). Por otro, hay normas que dan algún tipo de derecho participativo a los titulares de deuda cuando la compañía deudora incumple sus obligaciones derivadas del contrato de deuda. No dan derecho, normalmente, a designar consejeros para el consejo de administración. Nos referimos al art. 428 LSC que prevé que el comisario de los obligacionistas pueda proponer al consejo la suspensión de cualquiera de los administradores y convocar la junta general de accionistas, si aquéllos no lo hicieren cuando estimen que deben ser sustituidos cuando la sociedad haya retrasado en más de seis meses el pago de los intereses vencidos o la amortización del principal.

Con carácter más general, sin embargo, no creemos que esté justificada una modificación tan sustancial de las reglas de gobierno corporativo como la de incluir el interés de los acreedores en el «interés social» ni en los destinatarios de los deberes fiduciarios de los administradores sociales porque se hayan producido las evoluciones descritas en los párrafos anteriores.

Por un lado, no está demostrado –y nos extenderemos al respecto a continuación– que los obligacionistas no puedan protegerse frente a maniobras expropiatorias por parte de los accionistas y los administradores de la sociedad deudora mediante los pactos contractuales correspondientes (21). A lo que hay que añadir

tario de la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo, Cizur Menor, Thomson-Reuters, 2015, pp. 325-360; y ALFARO, J., «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad «externa» de los administradores sociales», *InDret*, 1/2007, disponible en <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/viewFile/78705/102781>

(19) SCHWARCZ, S., «Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systemically Risky World», *op. cit.*, texto sobre notas 75 ss.

(20) Sobre las consecuencias que la participación de los trabajadores puede tener en el plano del cumplimiento normativo v., en relación con el caso Volkswagen, ELSON, Ch; FERRERE, C. y GOOSSEN, N., «The Bug at Volkswagen: Lessons in Co-Determination, Ownership, and Board Structure», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, N.º 4, 2015. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2737544>

(21) «In the group of covenants that were frequently used in indentures... of bonds, indirect restrictions on investment activities such as *asset sale and merger covenants* were very common... Restrictions on asset sales may permit asset sales only up to a certain amount and/or may require that the proceeds be used only for purposes specified in the bond indenture (e.g. to retire the bond issue or purchase new fixed assets). Asset sale covenants attempt to reduce the likelihood of withdrawal of assets from the firm to the detriment of bondholders and to ameliorate the risk-shifting problem by specifying the areas in which sale proceeds may be used». ÇELİK, S., DEMIRTAŞ G. y ISAKSSON, M. «Corporate Bonds», *op. cit.*, p 44.

que, gracias a la actuación agresiva por parte de los adquirentes secundarios de tales bonos (*hedge funds*) que los adquieren precisamente para tomar el control de la compañía deudora (*loan to own*), el grado de control sobre la conducta de los emisores por parte de los titulares de los bonos ha aumentado en los últimos años. En fin, probablemente, los obligacionistas estén aceptando una protección contractual menos exigente a cambio de mayores intereses (22). Esta «negociación» entre acreedores y deudores conduce, a menudo, a que si el deudor atraviesa dificultades financieras transitorias se atribuyan más derechos de control a los obligacionistas y que si estas dificultades son serias y no transitorias, los obligacionistas conviertan su deuda en capital y pasen a controlar el accionariado de la compañía, es decir, *la renegociación del contrato de deuda es siempre posible*. Por el contrario, en el caso de los accionistas, «negociar el precio» de las acciones solo es posible en supuestos de ofertas públicas de suscripción o de venta de acciones, esto es, cuando las acciones empiezan a cotizar en un mercado de capitales y no es posible obviamente, renegociar el contrato entre accionistas y la compañía para atribuir a los accionistas derechos de control que ya tienen.

Además, ni siquiera puede afirmarse que la negociación en mercados secundarios proteja de la misma manera a accionistas y obligacionistas. Las bolsas son organizaciones que producen «precios» (23). El precio de cotización de una acción —en cuanto derecho a una parte proporcional a los rendimientos residuales de los activos de la sociedad cotizada— tiene un gran valor para orientar a los inversores porque, a falta del mismo, no disponen de información —ni de incentivos para procurársela— que les permita evaluar el desempeño de los gestores de la compañía. El valor informativo del precio de unos bonos es muy inferior ya que, dado que los bonistas tienen derecho a cobrar salvo que la compañía devenga insolvente, la cotización sólo reflejará el hecho de que el riesgo de insolvencia del deudor haya aumentado o disminuido. Al bonista sólo le preocupa la solvencia de la compañía deudora, no un mejor o peor desempeño en el mercado de productos. En estos términos, la protección que otorgan los mercados de acciones a los accionistas dispersos es, comparativamente, mayor que la que otorgan los mercados de obligaciones. Como se ha subrayado hasta la saciedad, estos mercados de obligaciones no son, a menudo,

(22) Junto a la protección que ofrecen los *covenants* incluidos en el contrato de emisión de los bonos, «More remarkable is the recent trend of aggressive interpretation of established bond covenants. This kind of bondholder activism is typically carried out by hedge funds who engage specialists to identify actual or potential covenant defaults, file a default notice even upon a minor covenant violation and then negotiate a consent payment or more favourable bond terms.» Este papel de los *hedge fund* es posible —hay una oportunidad de ganancia— por «the opacity of the information needed to determine compliance with a covenant and the sometimes ambiguous nature of covenants, it is less straightforward to detect a default that follows from the breach of a covenant», lo que permite a los *hedge funds* invertir en información al respecto y ejercer los derechos contractuales frente al emisor dado que el comisario del sindicato de obligacionistas (el *trustee* en las jurisdicciones anglosajonas) no tiene, frecuentemente, los incentivos para realizar esta labor de vigilancia estrecha del deudor. A su vez, este *enforcement* más agresivo de los *covenants* ha conducido a su modificación. Por ejemplo, en los folletos solía incluirse como supuesto de «default» que el emisor no publicara las cuentas en plazo. En los últimos años, simplemente da derecho a incrementar el tipo de interés. ÇELİK, S., DEMIRTAŞ, G., e ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p 48.

(23) MULHERIN J., NETTER J. y OVERDAHL, J., «Prices Are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Cost Perspective», *Journal of Law and Economics*, Vol. 34, N.º 2, 1991, pp. 591-644.

líquidos ni profundos a pesar de los enormes volúmenes emitidos y la negociación de estos títulos no tiene lugar en mercados organizados con una contraparte central que realice las funciones de compensación, liquidación, registro de las operaciones y seguro del cumplimiento por parte de todos los vendedores y compradores (24). La negociación de los bonos tiene lugar «over the counter» (OTC) (25). Los bonos son, a la vez, menos homogéneos que las acciones, en cuanto que una compañía tiene, normalmente, una sola clase de acciones –acciones ordinarias– y varias emisiones de bonos, aunque cabe esperar que en el futuro se incremente la estandarización en cuanto a plazos de vencimiento. Este tipo de mercados (OTC) requieren, para ser líquidos, de la existencia de *market makers*, esto es, que los intermediarios estén dispuestos a adquirir por su propia cuenta bonos para poder ofrecerlos a los inversores interesados, lo que, tras la crisis de 2008, no parecen muy dispuestos a hacer por los requisitos de capital que suponen y por aplicación de la *Volcker rule*. La liquidez de los bonos, incluso los que se negocian en mercados organizados, es, pues, muy baja (26). En fin, la utilización de la deuda –por parte de los obligacionistas– como garantía de otras operaciones financieras realizadas por estos obligacionistas (27) reduce, *per se* el volumen de negociación de estos títulos de deuda: el obligacionista desea mantener la propiedad de los bonos de mayor calidad crediticia porque son la mejor garantía en esas otras operaciones financieras a la vez que les aseguran la percepción de unos flujos de rendimientos (los intereses pagados por la sociedad emisora de los bonos) que facilitan su propia planificación financiera.

Todo ello conduce a la conclusión de que el riesgo de expropiación de los accionistas dispersos por los administradores y accionistas de control es cualitativa y cuantitativamente muy superior al riesgo de expropiación de los obligacionistas por parte de los accionistas (28).

(24) «the vast majority of corporate bond trades are executed over the counter. Electronic trading, which entirely dominates the stock markets, is relatively limited. The traditional voice- or message-based system in corporate bond markets is possible partly because the volume of trading is low, with the bulk of the trading taking place during the first few days after the bond is first issued. Within approximately two months of the bond issue trading activity drops significantly to eventually reach a long-term annual average turnover of around 25%» ÇELİK, S., DEMİRİTAŞ, G. y ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 8.

(25) «more than 85% of the bond trading in the US and more than 70% in Europe take place on OTC markets» ÇELİK, S., DEMİRİTAŞ, G. e ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 26.

(26) ÇELİK, S., DEMİRİTAŞ, G. e ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 26: «only about 28% trade more than 5 times a day... 30% of corporate bonds in the US do not trade even once in a given year». Y p 29-30 para la explicación de los motivos que conducen a los suscriptores/adquirentes de estos bonos a mantenerlos en su cartera hasta su vencimiento. En los últimos años han aparecido plataformas que prescinden de los *market-makers* y permiten a los que quieren vender y comprar bonos contratar entre sí directamente. Para una explicación no técnica, LEVINE, M., «People Are Worried About Bond Market Liquidity», *Bloomberg View*, junio 2015, disponible en <http://www.bloombergvew.com/articles/2015-06-03/people-are-worried-about-bond-market-liquidity>

(27) «The core characteristics of a bond with a par value that is paid back at maturity and regular payments up to the maturity of the bond make it a suitable instrument for long term liability matching. And with assets held for that purpose there is little reason to increase transaction and intermediation costs by frequent trading... Against this background it seems plausible that the relatively low trading volumes themselves may have less to do with the absence of sophisticated computer-supported trading and reporting techniques but more to do with the characteristics of the bond instrument as such» ÇELİK, S., DEMİRİTAŞ, G. e ISAKSSON, M., «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 8.

(28) «According to a Standard and Poor's study (Standard and Poor's, 2012), there has historically been a clear correlation between ratings and corporate default rates. The highest annual default

Recuérdese que el fundamento de incluir sólo a los accionistas entre los beneficiarios de los deberes fiduciarios y el interés social consiste, precisamente, en que los accionistas, en cuanto titulares residuales, no pueden protegerse contractualmente – el contrato de sociedad es muy incompleto – como pueden hacerlo los titulares de pretensiones fijas frente a la sociedad, esto es, todos los acreedores.

Como hemos explicado en otro lugar (29), estas evoluciones, si acaso, justificarían incrementar la protección de los acreedores financieros de las sociedades que emiten deuda *a través de las normas del mercado de valores*. Se trataría de examinar si el sistema actual de protección *de los accionistas dispersos* en sociedades cotizadas que descansa actualmente en el Derecho de Sociedades, podría mejorarse a través de las normas del Derecho del mercado de valores tales como las acciones de responsabilidad por folleto, manipulación del mercado o hechos relevantes. Si esa evolución es preferible para los accionistas dispersos, con mayor razón habría de considerarse así para los acreedores financieros minoristas que adquieren títulos de deuda (30).

En resumen, reconocer que en el Derecho de Sociedades hay normas de protección de los acreedores no obliga a abandonar la concepción contractual del interés social. Según hemos expuesto, las leyes de sociedades se remiten al interés social cuando se ocupan de las decisiones discrecionales de socios y administradores y lo hacen para limitar la discrecionalidad del socio mayoritario o de control cuando ejerce su derecho a decidir –y vincular con su voto a los socios minoritarios– en la Junta o para limitar la discrecionalidad del poder de los administradores para tomar las decisiones de gestión de la empresa social. Ninguna de las normas sobre el capital social –núcleo de la protección de los acreedores a través del Derecho de sociedades– incluye referencia alguna al interés social ni reconoce poder a los socios para dejarlas sin efecto. Y es lógico que así sea. En situaciones normales, los acreedores no participan en el gobierno (en la adopción de decisiones discrecionales sobre la empresa social) de la sociedad porque los acreedores no sufren problemas especialmente graves para contratar con la sociedad (31), de manera que no

rate for investment grade issuers during the period from 2000 to 2011 was 0.41% (that was in 2002 and 2008), while the record annual default rate for non-investment grade issuers was over 9% (in 2001, 2002 and 2009)» ÇELİK, S., DEMİRTAŞ, G. e ISAKSSON, M. «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 19.

(29) ALFARO, J. «Tutela del accionista y tutela del inversor», en almacenederecho.org 2016, disponible en <http://almacenederecho.org/tutela-del-accionista-y-tutela-del-inversor/>

(30) De hecho, es en la relación entre los inversores institucionales que suscriben estos bonos y que pueden estar mejor informados sobre la solvencia del emisor y los inversores minoristas que están peor informados donde se ha producido, en alguna ocasión, casos de fraude. Así, los inversores institucionales que habían comprado los bonos de Parmalat conocieron el fraude en la contabilidad de la empresa antes que el público y procedieron a vender las obligaciones de la compañía que fueron adquiridas por inversores minoristas en alguna medida y que sufrieron las pérdidas correspondientes cuando el fraude contable se hizo público, ÇELİK, S., DEMİRTAŞ, G. e ISAKSSON, M. «Corporate Bonds», *op. cit.*, p. 38. Proteger a tales inversores no puede ser tarea de del Derecho de Sociedades sino del derecho del mercado de valores y de las normas contenidas en la Ley de Mercado de Valores sobre los deberes de los intermediarios financieros. Es más, dos tercios de las emisiones de bonos en Europa no se ven afectadas por esta normativa sobre folletos ni a la normativa sobre transparencia (obligación de publicar información financiera periódica relativa al emisor) porque el valor nominal unitario es superior a 100.000 €, y, por tanto, no se consideran destinados –ni pueden venderse– a inversores minoristas

(31) Ni siquiera los acreedores extracontractuales, contra una opinión muy extendida en la literatura. El Derecho de la responsabilidad extracontractual garantiza que las víctimas de daños causados por organizaciones empresariales disponen de medios jurídicos para asegurarse el resarcimiento

hay razón para otorgarles el control residual de los activos de la empresa social ni, consecuentemente, atribuirles derechos de control residuales. Les basta con sus derechos contractuales y legales de acuerdo con las normas generales de Derecho de Contratos y, en el caso de las sociedades de capital, con las normas sobre el capital social.

II. EL INTERÉS SOCIAL COMO GUÍA DE ACTUACIÓN DE LOS ÓRGANOS SOCIALES (32)

Imagine if cars had no brakes. How slowly and cautiously we would have to drive! Clearly, brakes on cars enable us to drive faster and safer. How? Well, brakes give us the freedom to make a lot of mistakes—entering a turn too fast or taking our eyes off the road for too long—without causing disaster. We can take more chances with brakes than without them. (Of course, good brakes can also seduce us into driving recklessly, but that's a story for another day.) Similarly, economic development of the Schumpeterian variety presupposes lots of experimentation, and that in turn means making plenty of mistakes (33).

2.1 LA IMPOSICIÓN DE DEBERES DE LEALTAD AL INTERÉS SOCIAL COMO LIMITACIÓN Y HABILITACIÓN DE LOS PODERES DISCRECIONALES

Según hemos visto, las dos normas fundamentales que incluyen una referencia al interés social, establecen que los administradores han de gestionar la sociedad con lealtad al interés social y que los acuerdos adoptados por mayoría son impugnables si resultan contrarios al interés social. Estas dos normas reflejan con gran claridad la cuestión del interés social se torna *relevante solo cuando los órganos de la sociedad actúan discrecionalmente*, esto es, cuando la conducta no está predeeterminada por la Ley (repartir o no dividendos; invertir en sectores distintos; entrar en un mercado extranjero; cerrar una factoría; crear filiales o endeudar la compa-

en semejante medida a los acreedores contractuales que no hubieran pactado nada al respecto. La discusión acerca de cómo el Derecho de la responsabilidad extracontractual, en el siglo XIX, permitió el desplazamiento masivo de los costes –daños en masa– a los trabajadores y consumidores para favorecer el desarrollo industrial no afecta a quién es responsable, sino a qué conductas generan responsabilidad y, por tanto, no pueden traerse a la discusión sobre el interés social. La discusión puede verse en ALFARO, J., «Responsabilidad limitada de los accionistas: Status Quaestionis» (September 2007), en *Derecho de Sociedades y gobierno corporativo*, Flor de María Córdova, Lima, 2008, p. 398. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1543967>

(32) Para lo que sigue, v., ALFARO, J., *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid, Civitas, 1995; y PAZ-ARES, C., «La anomalía de la retribución externa de los Administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *InDret*, N.º 1, 2014. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2389014>

(33) IKEDA, S., «On Brakes and Mistakes», disponible en: <http://fee.org/freeman/on-brakes-and-mistakes/>

ña...). Y, coherentemente, que *el interés social no es sino otra forma de referirse a los deberes de lealtad que pesan sobre los que pueden adoptar decisiones discrecionales en la sociedad*.

En cuanto a lo primero, cuando la Ley establece reglas de conducta concretas (con su supuesto de hecho determinado), la pregunta acerca de qué interés deben perseguir los administradores o la Junta de una sociedad carece de interés, valga la redundancia. Los órganos habrán de cumplir con la Ley y no necesitamos ir más allá del análisis de la finalidad de la norma para decidir si los órganos sociales han obedecido la ley o la han incumplido. Por ejemplo, cuando dice cuándo han de depositarse las cuentas o qué documentos las conforman o cómo debe publicarse el orden del día de la junta o quién convoca el consejo de administración.

En cuanto a lo segundo, donde el legislador utiliza la referencia al interés social es en las normas que limitan los poderes discrecionales de los socios y administradores. Así, la Ley dice que los acuerdos de la junta que sean *contrarios al interés social* (art. 204 LSC) son nulos o que los administradores han de actuar «en el mejor interés de la sociedad» según hemos visto. Lo que no hace la Ley es darnos criterios concretos que nos permitan decidir, en cada caso, si un acuerdo de la Junta o del Consejo de Administración o una actuación del administrador es *conforme con el interés social* y, en términos jurídicos, el interés social no actúa como una directiva de conducta sino como un freno o *límite al ejercicio de facultades, poderes o funciones discrecionales*. Todo el mundo está de acuerdo en que las estrategias y decisiones empresariales han de ser conformes al interés social, pero deja de estarlo cuando tiene que definir el concepto para pronunciarse sobre la conformidad de esta o aquella decisión con él. Como el interrogatorio de Henry Ford demuestra (34), no sabemos cuál es la forma más eficaz de garantizar el máximo de ingresos y el mínimo de costes para una empresa. Hay quien cree, —como Henry Ford creía— que la obtención de beneficios es inevitable —en un mercado competitivo— una vez que la compañía se organiza y gestiona con el objetivo de «*hacer todo el bien que podamos, en todas partes, para todos los afectados*». Entonces, «*los beneficios aparecen sin que puedas evitarlo*». Y la ruina amenaza cuando se toman decisiones erróneas, decisiones empresariales que anteponen los intereses de cualquier tercero distinto de los accionistas o decisiones «incumplidoras» de los contratos celebrados por la compañía con cualquier tercero o de las regulaciones del mercado en el que la empresa desarrolla su actividad (35). Como recuerda Paz-Ares (36).

La discreción de la junta debe limitarse... cuando la mayoría no juega limpio... incumpliendo así la promesa implícita en el contrato de sociedad de no desviar valor de la esfera social a la esfera particular... La infracción se produce cuando la mayoría infringe sus deberes fiduciarios frente a la mino-

(34) Vid: <http://derechomercantilespana.blogspot.com.es/2014/02/el-interes-social-y-el-interes-de-henry.html>

(35) El caso Volkswagen es un buen ejemplo: descubierto que la compañía habría manipulado sus coches para aparentar que los mismos producían un nivel menor de gases contaminantes, la amenaza de sanciones y la pérdida de reputación ha provocado una caída de la cotización de las acciones de la compañía y una pérdida de valor para los accionistas de 25.000 millones de euros V., «Así falseaba Volkswagen las emisiones», http://elpais.com/elpais/2015/09/22/media/1442937334_480993.html

(36) PAZ-ARES, C., «La anomalía de la retribución externa de los Administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *op. cit.*, como en nota 33.

ría. Es cierto que los socios pueden perseguir su interés propio con el voto. Sin embargo, cuando tienen una posición de influencia esa posibilidad queda limitada por el deber de lealtad hacia sus consocios. La buena fe les obliga a perseguir intereses comunes, cualquiera que sea su contenido (arg. ex art. 1666 CC). La clave por ello de la contrariedad al interés social está en la persecución y obtención de una ventaja particular (Sondervorteil) que pone de relieve la existencia de un defecto en el procedimiento por conflicto de interés. El socio de control que quiere una ventaja particular, debe abstenerse y convencer a sus consocios para que se la proporcionen.

Es precisamente en estos casos, caracterizados por la existencia de un conflicto de interés entre una mayoría definida y una minoría indefinida (o definida), cuando los jueces están llamados a cumplir una función arbitral, lo que significa que el interés social juega un papel negativo (como límite que veda la actuación lesiva de unos socios en beneficio propio) y no un papel positivo (como exigencia justiciable de actuar en el «mejor interés» de la sociedad en cada momento).

El Derecho espera que los órganos de la sociedad adopten cada una de sus decisiones con la vista puesta en la maximización del interés social pero no sanciona cualquier comportamiento que no se atenga a esa expectativa normativa. No puede hacerlo porque no es posible conocer cómo se manifiesta en el caso concreto o no es posible imponerla en las circunstancias concretas. Hay una divergencia entre el estándar de conducta («maximiza el valor de la empresa») y el estándar de revisión («anula los acuerdos contrarios al interés social»). En definitiva, el interés social lo define la mayoría (regla) pero la mayoría está sujeta al interés social, siendo sus decisiones impugnables por contradecirlo (revisión) (37).

La limitación del papel de los jueces a este papel arbitral de control de la mayoría para que no obtenga ventajas particulares a costa del interés común de los socios es posible porque, con carácter general, la regla de la mayoría logra resultados «justos», es decir, resultados conformes con el interés común, de manera que la revisión de las decisiones mayoritarias puede limitarse a los casos en los que, haya indicios de que la mayoría ha utilizado su poder de decisión para obtener una ventaja particular en perjuicio de los demás socios (38). En definitiva, la decisión no es obligatoria/ justa/ legítima porque se adopte por la mayoría, sino porque normalmente el procedimiento de toma de decisiones por mayoría tiende a producir resultados legítimos, y es necesario crear un escenario de certeza. Y es lógico que la carga de la alegación/argumentación pese sobre el socio minoritario que impugna la decisión mayoritaria. Normalmente, la mayoría tiene incentivos y capacidad para adoptar la decisión «mejor» para la totalidad de los socios porque la mayoría tiene sus intereses alineados con los del conjunto. Luego veremos que, en relación con los administradores, la revisión judicial de sus decisiones adopta la misma estructura.

(37) Sobre esta diferencia entre el estándar de conducta y el estándar de revisión, v., ampliamente, ALFARO, J., «Comentario al art. 226», *op. cit.*

(38) ALFARO, J., «Los problemas contractuales en las sociedades cerradas», *InDret*, N.º 4, 2005. Disponible en <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/79690>

En fin, por cerrar la discusión del apartado precedente, en relación con los intereses tutelados por la posibilidad de impugnar acuerdos sociales por contrarios al «interés social», *ningún acuerdo social es nulo porque perjudique a los acreedores sociales si no infringe, simultáneamente, normas concretas o pactos contractuales*, y ningún administrador social incumple sus deberes porque adopte decisiones como administrador que perjudican a los acreedores sociales o a los intereses de la comunidad local donde está establecida si no infringen alguna norma o contrato que le imponga deberes específicos frente a los acreedores o a la comunidad local. Por tanto, puede decirse que *las normas que protegen a los acreedores no concretan el interés social ni los deberes fiduciarios de los administradores*. Tales normas —que imponen obligaciones o prohibiciones concretas a los órganos sociales— limitan o constriñen la libertad de los órganos sociales para perseguir el interés de los socios, como limitan tal libertad todos los contratos que la sociedad haya celebrado con terceros, incluyendo los trabajadores, etc. y cuyo cumplimiento es tan obligatorio para los órganos sociales como el de las normas legales que limitan la libertad de acción en interés de los acreedores. Coherentemente, *los terceros no socios no participan en el gobierno de la sociedad, esto es, en la toma de las decisiones discrecionales*, decisiones que el legislador reserva a los socios. Y, en el escrutinio de estas decisiones discrecionales —en la concreción de si son conformes o contrarias al interés social— sólo se tienen en cuenta los intereses de los socios. Sería contradictorio un legislador que encargase a unos gobernar en interés de otros sujetos a los que no se da participación en dicho gobierno.

2.2 LOS DEBERES DE LEALTAD (ACTUACIÓN CONFORME CON EL INTERÉS SOCIAL) COMO «FRENO» INCRUSTADO EN LA ATRIBUCIÓN DE PODERES PARA ACTUAR «EN LUGAR DE» OTROS

Pero el interés social como límite al ejercicio de los poderes discrecionales de administradores y socios de control puede verse, *en sentido positivo*, como el «freno» incrustado en el Derecho de Sociedades para permitir el ejercicio de facultades discrecionales en una relación entre particulares. Cuando se examina el deber de buena fe y se pone en estrecha relación con la prohibición de abuso de derecho; cuando se afirma que han de imponerse deberes derivados de la buena fe siempre que las partes no hayan podido contratar las consecuencias jurídicas del comportamiento de cualquiera de ellas, se pone el acento en la función de la buena fe —del deber de lealtad, de la obligación de actuar de conformidad con el interés social— negativa, esto es, la que nos sirve para anular actuaciones de los administradores o de los socios de control que son «contrarias al interés social». Y se pone el acento en esta función negativa porque ésta es la que se refleja en los conflictos intrasocietarios de los que se ocupan los jueces. Pero, analíticamente, y tomando la metáfora de Schumpeter sobre la «verdadera» función de los frenos en un coche, *bien puede decirse que el deber de lealtad y la orientación de la actuación de los administradores y socios de control al interés social tienen una función habilitadora o positiva consistente, precisamente, en hacer posible la asignación de poderes discrecionales*: en la gestión de la empresa social, los administradores y los socios de control tienen asignado un poder discrecional porque están sometidos, en el ejercicio de tal

poder, a las exigencias de la buena fe, al deber de lealtad o, si se quiere, porque han de ejercer tal poder en interés común de los socios o en interés de la sociedad. De manera que es correcto decir que el deber de lealtad –el interés social– limita la libertad de actuación de los órganos sociales pero también es correcto decir que la hace legítima en primer lugar.

Lo que se ha dicho hasta aquí respecto de las decisiones discrecionales de los socios –mayoritarios o de control dado que en las sociedades de capital las decisiones de los socios se adoptan por mayoría– es extensible, con mayor contundencia, a los administradores.

Así, en primer lugar, cuando se afirma que *los administradores de las sociedades* tienen que maximizar el valor de la empresa, se hace referencia a la relación entre el administrador y los socios. Y, lo que se deduce de tal afirmación es algo bastante obvio: que como «agente» o mandatario de los socios que actúa con una amplia discrecionalidad, el administrador ha de gestionar la empresa social como la gestionarían los socios si pudieran hacerlo, esto es, como la gestionaría su propietario. Dado que presumimos que los propietarios quieren maximizar el valor de los activos o recursos de los que son dueños, deducimos del mismo modo que los administradores sociales han de maximizar el valor de la empresa social. Por tanto, cuando la discusión se enmarca en la relación socios-administradores, el principio de maximización del valor de la empresa social es casi tautológico. Cuando el administrador maximiza el valor de la empresa social está cumpliendo con las obligaciones derivadas de su contrato con los socios *uti universi* (39).

Pero, a diferencia del deber de lealtad hacia los minoritarios que pesa sobre el socio de control, el deber de lealtad de los administradores hacia los socios es cualitativamente distinto. Los socios, cuando ejercitan sus derechos en el seno de la sociedad se enfrentan al interés social como un límite al ejercicio de sus derechos. Al ejercitar sus derechos tienen que «tener en cuenta» (*Rücksicht*) que hay otros socios en la compañía y que su decisión –mayoritaria– afecta a los intereses de esos socios en cuanto éstos forman parte del «común interés» de todos en la sociedad.

Los administradores, sin embargo, no son titulares de ningún derecho ni interés semejante al de los socios mayoritarios o de control. Cuando actúan como administradores son fiduciarios en el sentido más intenso de la expresión. Como ha formulado con mucha precisión Lionel Smith, actúan *en lugar de* los accionistas (40) y,

(39) El planteamiento de HEATH, J., «A Market Failures Approach to Business Ethics», *op. cit.*: disponible en <http://homes.chass.utoronto.ca/~jheath/bel.pdf>. Al preguntarse por el conflicto entre los deberes de los administradores y sus intereses es, por tanto, y a nuestro juicio, *en este punto*, erróneo. Los intereses *personales* de los administradores no pueden prevalecer nunca sobre sus deberes como agentes-mandatarios de los socios. Pero cuando cumplen con sus deberes como administradores –y persiguen la maximización del valor de la empresa– no están persiguiendo sus intereses, sino cumpliendo con el contrato de administración. V., también RIBSTEIN, L., «Fencing Fiduciary Duties», *Boston University Law Review*, Vol. 91, pp. 899-920. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1737948>. RIBSTEIN afirma que la imposición de deberes de lealtad, en un sentido más amplio y más intenso que el deber de ejecutar los contratos de buena fe (art. 57 C de c) está justificado cuando el titular de un derecho subjetivo, esto es, un activo o un conjunto de activos, atribuye a un agente *un poder discrecional (open ended)* para gestionarlo sin que el que tiene el poder delegado ostente ningún derecho económico significativo sobre dicho activo.

(40) SMITH, L., «Fiduciary Relationships: Ensuring the Loyal Exercise of Judgement on Behalf of Another», *Law Quarterly Review*, N.º 130, pp. 608-634; disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2559974

en consecuencia, sólo pueden avanzar el interés de aquellos en cuyo lugar actúan, de forma semejante a lo que tiene que hacer un jugador de parchís cuando el otro recibe una llamada telefónica y le pide que «tire por él» (41). De ahí que la concreción más exacta del deber de lealtad de los administradores sea la que se formula diciendo que *el administrador tiene que anteponer el interés del principal al suyo propio y no puede obtener ningún beneficio personal* (para sí o para personas allegadas a él) del ejercicio de su cargo (*no profit*). Y, para evitar que se produzca este resultado –*el que evita la ocasión, evita el peligro*– se prohíbe igualmente al administrador que *se ponga voluntariamente en situaciones en las que el riesgo de anteponer el interés personal sobre el interés de la sociedad, aumente (no conflict)* (arts. 227-230 LSC) En realidad, lo que la regla *no conflict* prohíbe al administrador *es actuar como administrador* en tales circunstancias, pero como eso no es posible porque significaría tanto como que tendría que dejar de ser administrador, la regla se transforma en una obligación de no colocarse en situaciones en las que su propio interés y su deber de lealtad entren en conflicto o cuando exista un conflicto de deberes. La función de la *no profit rule* no es, pues, disuadir al administrador de llevar a cabo la transacción. Es salvaguardar la integridad de la posición del fiduciario o, en otros términos, asegurar la exclusividad de la relación: *cuando el administrador actúa en su condición de administrador o con ocasión del desempeño de su función como administrador, como está actuando en interés del principal –por cuenta del principal– debe todos los resultados de su actividad al principal*. Se explica así la estrecha relación con la doctrina del enriquecimiento injusto. El administrador se enriquece injustamente si obtiene un beneficio de esa relación fuera de su remuneración. Smith lo formula diciendo que la *no profit* resuelve un problema de «atribución». *La atribución primaria de los beneficios obtenidos por el administrador corresponde al principal* –al beneficiario–. Así, por ejemplo, cuando el administrador de una sociedad vende algún activo de ésta a un tercero y el tercero queda «tan contento» con la transacción que le paga una «comisión», esa comisión pertenece a la sociedad y puede exigir su restitución al administrador (v., art. 1720 CC).

En fin, esta concepción de los deberes de lealtad de los administradores permite explicar su estrecha relación – aunque diferente – con el interés social. Si en el caso de los socios de control, el interés social sirve como directiva de conducta de estos socios para que se abstengan de apropiarse de ventajas particulares a costa del patrimonio societario y la referencia al interés social nos sirve para determinar qué conductas le están prohibidas a los socios de control, los deberes de lealtad de los administradores son instrumentales de la consecución del interés social: los administradores deben servir al interés social y deben hacerlo con diligencia y lealtad, o sea, trabajando y anteponiendo, en todo caso, el interés común de los socios a maximizar los rendimientos de sus aportaciones sobre sus intereses personales. Para lo que debemos definir, de alguna forma, en qué consiste el «interés del principal» que ha de ser puesto por delante de cualquier interés propio del fiduciario. Cuando el tutor maneja todo el patrimonio del pupilo, el interés del principal es maximizar dicho patrimonio, porque así se

(41) V., para lo que sigue, más ampliamente, ALFARO, J., ««Juega por mí»: los deberes de lealtad de los administradores», en almacendederecho.org, 2016. Disponible en <http://almacendederecho.org/juega-por-mi-los-deberes-de-lealtad-de-los-administradores/>

maximiza el bienestar del pupilo que ha sido puesto «a cargo» del tutor por el ordenamiento. Cuando el comisionista tiene discrecionalidad para cumplir el encargo de compra o venta que le ha hecho el comitente, ha de comprar o vender *como si fuera para él*. Por eso, el art. 255.2 C de c dice que el comisionista ha de cuidar del negocio «como propio», incluso desobedeciendo las instrucciones del principal cuando «*un accidente no previsto hiciere... arriesgada o perjudicial la ejecución de las instrucciones recibidas*». Cuando los patronos de una fundación deciden qué hacer con el patrimonio fundacional, el criterio de enjuiciamiento acerca de si han actuado lealmente es el de si lo que han hecho es la mejor forma de avanzar el «*fin fundacional*» (art. 3.1 LF). En el caso de los administradores sociales, *el objetivo es maximizar el valor de la empresa administrada*.

Por esta razón, y como hemos dicho citando a Paz-Ares (42), el interés social no permite a ningún tercero –ni siquiera al juez, dice Smith– verificar que la decisión discrecional del fiduciario *era la óptima desde el punto de vista del interés del principal*. Si así fuera, el poder del fiduciario no sería discrecional. Lo que el juez puede revisar es si el fiduciario actuó movido por un interés espurio, distinto del principal. Pero *espurio no es cualquier interés, sólo el interés del fiduciario o de una persona allegada al mismo*. El administrador puede tener en cuenta los intereses de los trabajadores o de los clientes, o de los proveedores, o de los potenciales acreedores extracontractuales cuando adopta una decisión discrecional. Puede y debe hacerlo en la medida en que, de esa forma estará cumpliendo con la Ley y con los contratos celebrados por la compañía con todos esos *stakeholders* y *debe* hacerlo en la medida en que, de esa forma, esto es, desarrollando una reputación de empresa que cumple las normas y los contratos, estará maximizando el valor de la compañía para los accionistas (43).

Esperamos de los mercados competitivos, del *enforcement* de las normas jurídicas y de los contratos de la compañía, la consecución del bienestar de la Sociedad en su conjunto: maximizando el valor de la empresa en un entorno competitivo, se garantiza el bienestar de la Sociedad porque se logra maximizar la producción del «grupo» en sentido amplio que es la Sociedad en la que desarrolla su actividad la empresa. Por tanto, es fácil justificar la afirmación según la cual «los administradores de una compañía tienen el deber moral de maximizar los beneficios» (44). Lo que hay que enseñar a los administradores es que los beneficios sólo se maximizan a largo plazo jugando al juego de las empresas de acuerdo con las reglas.

(42) PAZ-ARES, C., «La anomalía de la retribución externa de los Administradores: hechos nuevos y reglas viejas, *op. cit.*, como en nota 33.

(43) V., más ampliamente, ALFARO, J., «Interés social, cumplimiento normativo y responsabilidad social corporativa», en almacendederecho.org, 2016. Disponible en <http://almacendederecho.org/interes-social-cumplimiento-normativo-y-responsabilidad-social-corporativa/>

(44) HEATH, J., «The Uses and Abuses of Agency Theory in Business Ethics», *Business Ethics Quarterly*, Vol. 19, N.º 04, 2009, pp. 497-528. *Vid.* <http://almacendederecho.org/si-el-fin-perseguido-por-los-accionistas-es-licito-los-administradores-estan-obligados-moralmente-a-perseguirlo-con-todas-sus-fuerzas/>

III. CONCLUSIÓN

El interés social es el interés común a todos los accionistas en maximizar el valor de sus inversiones. Esta concepción del interés social es insustituible en un sistema económico en el que las sociedades son contratos voluntarios entre particulares para perseguir un fin común. Esta concepción del interés social es la única coherente con la maximización de la riqueza en una Sociedad organizada económicamente como una Economía de Mercado, donde los mercados en los que está presente una empresa son competitivos y en los que, en consecuencia, la «mano invisible» de los precios orienta la actuación de las empresas y garantiza la correcta asignación de los recursos y la inexistencia de explotación. La protección de los intereses de los terceros afectados por la actividad de las empresas y de la Sociedad en general no corresponde al Derecho de Sociedades, sino a otras ramas del Derecho, a la regulación económica en general y a los contratos que esos terceros celebran con las compañías. La función del interés social dentro del Derecho de Sociedades es la de controlar las decisiones mayoritarias discrecionales para evitar que la mayoría obtenga ventajas particulares a costa del conjunto de los accionistas y los administradores antepongan sus intereses a los de los accionistas. Cumple, pues, una función de integración del contrato social, contrato en el que la adopción de decisiones discrecionales está asignada a los órganos sociales. Su función no es sólo la de límite a los poderes discrecionales en una relación contractual, sino también la de hacer compatible con los principios básicos del Derecho Privado y de la autonomía privada la atribución de poderes discrecionales a un particular en su relación con otro particular.

IV. BIBLIOGRAFÍA

- ALFARO, J., «El interés social: una historia natural de la empresa», *Revista de Economía Industrial*, N.º 398, 2016, pp. 41-54, disponible online enlazando desde <http://www.minetur.gob.es/Publicaciones/Publicacionesperiodicas/EconomiaIndustrial/RevistaEconomiaIndustrial/398/JESUS%20ALFARO.pdf>
- *Interés social y derecho de suscripción preferente*, Madrid, Civitas, 1995.
- «Responsabilidad limitada de los accionistas: Status Quaestionis», en *Derecho de sociedades y gobierno corporativo*, Flor de María Córdova, Lima, 2008. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1543967>
- «La llamada acción individual de responsabilidad o responsabilidad «externa» de los administradores sociales», *InDret*, N.º 1, 2007. Disponible en <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/viewFile/78705/102781>
- «Comentario al art. 226», en Juste, J. (ed.), *Comentario a la reforma del régimen de las sociedades de capital en materia de gobierno corporativo*, Cizur Madrid, Thomson-Reuters, 2015, pp. 325-360.
- «Los problemas contractuales en las sociedades cerradas», *InDret*, N.º 4, 2005. Disponible en <http://www.raco.cat/index.php/InDret/article/view/79690>

- «Interés social, cumplimiento normativo y responsabilidad social corporativa», en almacenederecho.org, 2016. Disponible en <http://almacenederecho.org/interes-social-cumplimiento-normativo-y-responsabilidad-social-corporativa/>
- «Tutela del accionista y tutela del inversor», en almacenederecho.org, 2016. Disponible en <http://almacenederecho.org/tutela-del-accionista-y-tutela-del-inversor/>
- «Juega por mí»»: los deberes de lealtad de los administradores, en almacenederecho.org, 2016. Disponible en <http://almacenederecho.org/juega-por-mi-los-deberes-de-lealtad-de-los-administradores/>
- ARROYO, I., «Reflexiones en torno al interés social», *Revista de derecho mercantil*, N.º 240, 2001, págs. 421-440.
- BAINBRIDGE, S., «Must Salmon Love Meinhard? Agape and Partnership Fiduciary Duties», *UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper* N.º 13-17, 2014. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2337659>
- BANDURA, A., CAPRARA, G. V. y ZSOLNAI, L., «Corporate Transgressions through Moral Disengagement», *Journal of Human Values*, Vol. 6, N.º 1, 2000, pp. 57-64.
- CREMERS, M. y SEPE, S. M., «Whither Delaware? Limited Commitment and the Financial Value of Corporate Law», noviembre de 2015. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2519238>
- MAYER, C., *Firm Commitment*, Oxford, Oxford University Press, 2013.
- ELSON, CH; FERRERE, C. and GOOSSEN, N., «The Bug at Volkswagen: Lessons in Co-Determination, Ownership, and Board Structure», *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 27, N.º 4, 2015.
- ENRIQUES, L., «Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza», en *Giurisprudenza Commerciale*, Vol. 32, N.º 5, 2005, pp. 607-629.
- HEATH, J., «The Uses and Abuses of Agency Theory in Business Ethics», *Business Ethics Quarterly*, Vol. 19, N.º 04, 2009, pp. 497-528.
- «A Market Failures Approach to Business Ethics» en B. Hodgson (ed.), *The Invisible Hand and the Common Good*, Berlin, Springer Heidelberg, 2004, pp. 69-89.
- IKEDA, S., «On Brakes and Mistakes», disponible en <http://fee.org/freeman/on-brakes-and-mistakes/>
- KOEHN, D., «Why the New Benefit Corporations May Not Prove to Be Truly Socially Beneficial», *Business & Professional Ethics Journal*, 2016 (en prensa). Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2638084>
- LEVINE, M., «People Are Worried About Bond Market Liquidity», *Bloomberg View*, junio 2015, disponible en <http://www.bloombergview.com/articles/2015-06-03/people-are-worried-about-bond-market-liquidity>
- LI, XI, TUNA, A. I and VASVARI, F P., «Corporate Governance and Restrictions in Debt Contracts», enero de 2012. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1988272>
- MULHERIN J., NETTER J, and OVERDAHL, J «Prices Are Property: The Organization of Financial Exchanges from a Transaction Cost Perspective», *Journal of Law and Economics*, Vol. 34, N.º 2, 1991, pp. 591-644.
- NINI, G., SUFI, A. and SMITH, DAVID C., «Creditor Control Rights, Corporate Governance, and Firm Value», *Review of Financial Studies*, Vol. 25, N.º 6, 2012, pp. 1713-1761. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1344302>
- PAZ-ARES, C., «La anomalía de la retribución externa de los Administradores: hechos nuevos y reglas viejas», *Indret*, Vol. 1, 2014. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2389014>

- «Anatomía del deber de lealtad», en J. I. Jiménez (dir.), *Comentarios a la reforma del régimen de la Junta General de Accionistas en la reforma del buen gobierno de las sociedades*, Cizur Menor, Thomson-Reuters, 2014, pp. 95-112.
- POPADAK, J., «A Corporate Culture Channel: How Increased Shareholder Governance Reduces Firm Value», octubre de 2013. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2345384>
- RECAMÁN, E., «Los deberes de los administradores sociales en situación de crisis empresarial en el marco norteamericano», *Revista de derecho concursal y paraconcursal*, N.º 17, 2012, pp. 311-330.
- RIBSTEIN, L. E., «Fencing Fiduciary Duties», *Boston University Law Review*, Vol. 91, pp. 899-920. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1737948>
- SAMET, I., «Fiduciary Loyalty as Kantian Virtue», en A. S. Gold and P. Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 125-141.
- SCHWARCZ, S., «Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World», *William and Mary Law Review*, N.º 58, 2016 (en prensa). Disponible en http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/3582
- SMITH, L., «Fiduciary Relationships: Ensuring the Loyal Exercise of Judgement on Behalf of Another», *Law Quarterly Review*, N.º 130, 2014, pp. 608-634. Disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2559974
- «Can We Be Obligated to Be Selfless?», en A. S. Gold and P. Miller (eds.), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford, Oxford University Press, 2014, pp. 141-159.
- STEINBECK, A., *Vereinsautonomie und Dritteinfluß: Dargestellt an den Verbänden des Sports Gebundene Ausgabe*, Berlín, De Gruyter, 1999.
- STRINE, L., «Making It Easier for Directors to Do the Right Thing?», *Harvard Business Law Review*, N.º 4, 2014, pp. 235-253. Disponible en <http://www.hblr.org/wp-content/uploads/2014/10/4.2-5.-Strine-Do-the-Right-Thing.pdf>
- VON DER CRONE, H. C., «Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft», *Zeitschrift für schweizerisches Recht*, N.º 119, 2000, pp. 239-75.